

## Emisión de Obligaciones Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL

Comités No: 166-2018		Fecha de Comité: 23 de noviembre de 2018
Informe con Estados Financieros no auditados al 30 de septiembre de 2018		Quito – Ecuador
Karla Torres Reyes	(593) 23230541	ktorres@ratingspcr.com

Instrumento Calificado	Calificación	Revisión	Resolución SCVS
Emisión de Obligaciones de Largo Plazo	AA	Doceava	Q.IMV.2013.0246(15 de enero de 2013)

### Significado de la Calificación

**Categoría AA:** Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

*"La información empleada en la presente calificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las calificaciones de la Calificadora de Riesgos Pacific Credit Rating S.A., constituyen una evaluación sobre el riesgo involucrado y una opinión sobre la calidad crediticia, y la misma no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo; ni estabilidad de su precio"*

### Racionalidad

El comité de Calificación de PCR decidió mantener la calificación "AA" a la **Emisión de Obligaciones Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL**. La calificación se fundamenta en la muy buena capacidad del emisor para hacer frente a sus obligaciones con el mercado de valores en tiempo y forma, sustentado en la trayectoria en el mercado y su posicionamiento como líder del sector de perfiles de aluminio a nivel nacional y la diversificación de clientes y productos. PCR considera favorable la restructuración de la deuda en el largo plazo, impactando favorablemente los indicadores de liquidez. Así mismo, destaca el adecuado nivel de apalancamiento. Por otra parte, los márgenes han sido variables, y el incremento de la deuda para el crecimiento de la empresa han impactado la cobertura con EBITDA. El emisor cumple con la garantía general y los resguardos de la emisión de obligaciones, se debe destacar que el resguardo adicional cubre holgadamente el saldo por redimir.

### Riesgos Previsibles

- Fluctuaciones en el precio internacional del aluminio que, en caso de no poder trasladarse al precio de venta de los productos, podrían afectar a los márgenes de la compañía. La empresa mitiga en parte el riesgo de la subida de precio del commodity mediante coberturas con clientes específicos o con ajuste de precios. Adicional, el emisor fabrica alrededor del 90% de su materia prima (billets de aluminio) mediante la utilización de chatarra, cuya fundición se encuentra integrada verticalmente a la compañía, lo que reduce la exposición a este riesgo. A pesar de ello, en el último semestre la fuerte competencia presentada en el sector metalúrgico, junto con el ingreso de productos de origen asiático y el incremento del precio del aluminio han limitado la rentabilidad del emisor.
- El emisor registra cartera que se encuentra en trámite legal, cuyo saldo a la fecha de corte aporta con el 14,73% del indicador global de mora (12,43% en sep17). PCR realizó una sensibilización al indicador de liquidez, descontando del activo corriente la totalidad de la cartera comercial vencida por US\$ 4,5 millones, esta reclasificación contraería el indicador de liquidez hasta 2,23 veces (real 2,50 veces), que, si bien deteriora la calidad del activo en 27 puntos porcentuales, no incide en la continuidad del negocio ni en la capacidad de pago del emisor.
- A la fecha de corte, el emisor registra la mayor deuda financiera dentro del período de análisis (2013-sep18), deuda que ha sido destinada a financiar capital de trabajo, principalmente compra de inventarios y crédito a clientes, aunque el indicador de deuda financiera /patrimonio se mantiene estable en 0,77 veces. No obstante, esto no incide directamente en la capacidad de pago del emisor,

dada la elevada liquidez que históricamente ha presentado, junto con los activos comprometidos para respaldar la presente emisión de obligaciones.

- El emisor a la fecha de corte ha presentado una pérdida neta, sin embargo, esto no representa un riesgo para el pago del saldo por redimir del mercado de valores debido a que este se encuentra respaldado holgadamente por el resguardo adicional<sup>1</sup>.

### **Aspectos de la Calificación**

La calificación de riesgo otorgada al instrumento se basó en la evaluación de los siguientes aspectos:

#### **Entorno Macroeconómico:**

Ecuador presenta una economía primaria exportadora de crudo, lo cual le genera una importante dependencia del petróleo, es decir, presenta comportamientos post cíclicos a la evolución del precio de este recurso natural. Los años con mayor crecimiento económico fueron en el 2011 y 2012, con tasas de 7,87% y 5,64% respectivamente. Posteriormente a estos años, hasta el 2015, su tasa de crecimiento disminuyó para finalmente presentar una tasa de decrecimiento de 1,58% para el año 2016.

En el año 2017 Ecuador presentó una importante recuperación en sus indicadores macroeconómicos a diferencia del 2016, reflejado en un crecimiento económico de 2,37% y reducción del déficit fiscal, así como una disminución en el desempleo y en los indicadores de pobreza, esto se debió básicamente al aumento en el precio del petróleo, la depreciación del dólar que ha ayudado a la competitividad del país, y el incremento de la deuda pública. Para junio de 2018, Ecuador registró una tasa de variación interanual en el PIB de 0,92%, en donde la industria que presentó mayor dinamización fue la de Suministro de Electricidad y Agua, cuya tasa fue de 6,45%. Adicionalmente, Ecuador registró una inflación acumulada de -0,19% al finalizar el primer semestre de 2018. Lo ocurrido en el año 2017 no son cimientos sólidos para un crecimiento de largo plazo, debido que actualmente el gobierno continúa financiándose con fuentes externas y la inversión en el Ecuador no ha mostrado una sólida recuperación, por tal motivo, esto es posible evidenciarlo en la tasa de variación interanual del PIB a junio de 2018, comparado con la tasa de expansión interanual de junio 2017.

A junio de 2018, el dólar se depreció respecto a los periodos similares analizados en años anteriores. Esta depreciación de la moneda oficial del país ha contribuido en cierta medida a la reactivación de las exportaciones, puesto que éstas crecieron en 13,31%, en el valor acumulado en el periodo de junio 2017 a junio 2018. Por otro lado, las importaciones presentaron mayor porcentaje de crecimiento (19,49%), esto se debe a la recuperación económica, y, además, a que en el transcurso del 2017 se eliminaron las salvaguardias. Lo mencionado provocó que durante el 2018 (enero a junio) la balanza comercial presentó un comportamiento inestable, finalizando el año con un superávit de US\$ 150,14 millones.

Por otra parte, para el mes de junio de 2018, ha sido posible evidenciar una ligera disminución en la colocación y en las captaciones por parte del total de los bancos, siendo el sector de bancos el más representativo del sistema financiero. La colocación disminuyó de junio 2017 a junio 2018 en 4,34%, mientras que las captaciones decrecieron en el mismo periodo en 13,70%.

En la última década, el Estado ha desempeñado un rol protagónico en el desarrollo de la economía ecuatoriana, esto debido a que el gasto del gobierno se ha incrementado de manera significativa, representando en promedio el 14% del total del PIB. En primer lugar, este aumento del gasto público se debió al alza en el precio del petróleo que se produjo en años anteriores, sin embargo, cuando éste precio decayó, el gobierno tuvo que recurrir al endeudamiento para de este modo poder mantener el mismo nivel de gasto público, y de esta forma, la economía no se vea impactada en gran medida. Ecuador posee una política de deuda la cual manifiesta que el límite máximo de endeudamiento debe ser del 40% respecto con el PIB, y en base a la metodología aplicada referente al cálculo de la deuda, para junio de 2018, el país presentó un endeudamiento de aproximadamente el 32,6%. Es importante recalcar que esta metodología de cálculo solo toma en cuenta la deuda pública externa, la cual fue de US\$ 34 mil millones a junio 2018

En base a los pronósticos realizados por el FMI, se prevé un crecimiento del PIB real para el 2018 de 1,1%, y una deflación de 0,2%. El actual gobierno dentro de su programa económico ha propuesto llevar a cabo una serie de medidas y acciones para dinamizar la economía, entre las cuales se encuentran: recaudación de más ingresos por medio de un sistema tributario óptimo, reducción del gasto público, incentivar las inversiones y fomentar las exportaciones, generar alianzas entre el sector público y privado, fomentar la participación de la economía popular y solidaria, nuevas modalidades de contratos en el mercado laboral y ampliación a créditos productivos y de inversión.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> La Junta General de Accionistas de la Compañía ha decidido que la compañía mantendrá un monto equivalente a US\$ 12,00 millones en la suma de los siguientes activos, cuentas por cobrar vigentes a clientes y/o inventarios, que no serán enajenados ni gravados, mientras se encuentre en circulación la emisión y hasta su cancelación

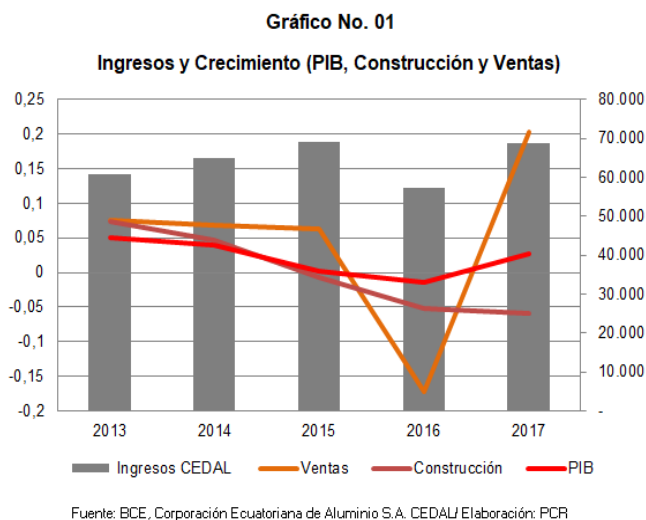
<sup>2</sup> Para mayor información acerca del Informe Soberano consulte en nuestra página: <http://informes.ratingspcr.com/file/view/6347>

### Análisis de la Industria:

Para analizar la flexibilidad ante un cambio en el entorno económico frente a cambios cíclicos, se considerará la relación del comportamiento del PIB, industria y empresa. Con ello, a diciembre 2017 el comportamiento del sector se encuentra relacionado con el PIB durante el periodo de estudio, se observa un crecimiento considerable de CEDAL en el 2017, sin embargo, este crecimiento se encuentra distorsionado por una revaloración de activos, debido a que como resultado neto se evidencia una pérdida.

El emisor desarrolla sus actividades en el sector metal mecánico, que a su vez pertenece a la industria manufacturera, esta industria es la más importante en la economía si se considera el nivel de aportación al Producto Interno Bruto (PIB), que en 2017 fue de 11,51%.

El aluminio es un metal que se caracteriza por su resistencia a la corrosión, conductividad térmica y su densidad, esta ventaja ha permitido el desarrollo de muchas industrias como la aeronáutica, el transporte, y la construcción. Dentro de la construcción, el aluminio es utilizado en puertas, ventanas y terminados arquitectónicos de viviendas, oficinas y edificios. A nivel local, la industria del aluminio está ligada a la manufactura y a la construcción; sin embargo, en los últimos años este sector decayó por la coyuntura económica del país.



La industria metal mecánica conlleva una gama de procesos productivos, tanto en el trabajo de aceros, como en los de hierro, y derivados de minerales no ferrosos. Según el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, en la última encuesta publicada en el 2015 el consumo de materiales metálicos y derivados nacional fue de US\$ 345 millones y US\$ 400 millones extranjeros.

Por otra parte, la industria del aluminio utiliza la alúmina como materia prima para la producción del aluminio. Con ello, el principal productor mundial en el 2017 fue China con aproximadamente 32,6 millones de toneladas métricas seguido por Rusia y Canadá. Ecuador importó en el 2017 alrededor de US\$ 120 millones en diferentes productos (principalmente chapas y tiras de aluminio) y exporta alrededor de US\$ 48 millones, principalmente a Estados Unidos<sup>3</sup>.

Las barreras de entrada de la industria son las economías de escala, la alta especialización y alto nivel de inversión. Respecto con las expectativas del sector, en Ecuador se busca impulsar el uso de aluminio en el metal mecánico, cubrir la demanda insatisfecha local y aprovechar la suficiencia energética del País, ya que los costos de energía constituyen una de las principales debilidades en otros países productores y en Ecuador se ha generado esta ventaja competitiva.

La importación a precios de dumping provenientes de la República Popular China representa una competencia desleal; ante este suceso, la Organización Mundial de Comercio al comprobar la existencia de Dumping estableció implementar medidas de protección comercial (aranceles), a fin de equilibrar el nivel de los precios para garantizar una competencia justa y en iguales condiciones. Es así como, ante el desmonte de las salvaguardias en junio de 2017, el mercado de la perfiles de aluminio se encuentra protegido por la Resolución N°005-2017 del COMEX de 1 de abril de 2017.

Por otra parte, mediante decisión legislativa y ejecutiva se derogó la Ley Orgánica de Plusvalía (Registro Oficial número 206), con ello las expectativas del sector mejoran. Según APIVE<sup>4</sup>, tras la decisión se han incrementado las visitas a proyectos de vivienda y puntos de venta en aproximadamente un 40%. El volumen de construcción se incrementó en 3,5% (feb-2018) y se proyecta que para marzo se eleve en un 1,3%.

### Perfil y Posicionamiento del Emisor:

Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. (CEDAL) cuenta con aproximadamente 44 años de experiencia en el mercado ecuatoriano con su planta de producción en Latacunga. En la actualidad, la planta de producción se encuentra operando cerca del total de su capacidad instalada, por lo que el emisor realizó una inversión en acciones (en 2015) en la compañía Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. (CEDAL

<sup>3</sup>Datos tomados del TradeMap, [https://www.trademap.org/Country\\_SelProductCountry\\_TS.aspx?nvpm=3|218|||76||2|1|1|2|2|1|2|1|1](https://www.trademap.org/Country_SelProductCountry_TS.aspx?nvpm=3|218|||76||2|1|1|2|2|1|2|1|1)

<sup>4</sup>Asociación de Promotores Inmobiliarios de Vivienda del Ecuador

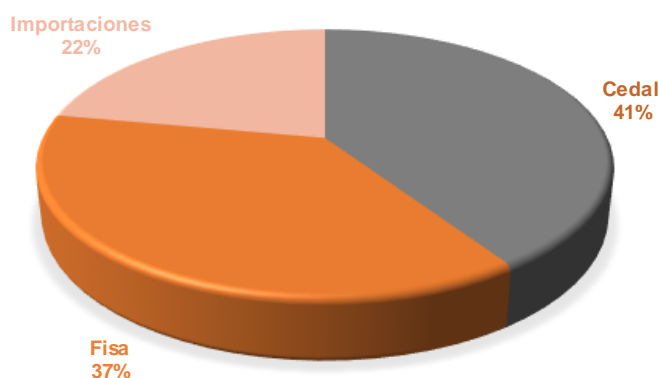
DURÁN), con el fin de disponer de una nueva planta de producción. Con la incorporación de esta nueva planta industrial, el mercado ecuatoriano se encuentra completamente abastecido para atender sus necesidades de perfiles de aluminio y la industria dispone de excedentes para exportación<sup>5</sup>.

CEDAL produce y comercializa cerca de 3 mil formas de perfiles de aluminio que se colocan en su mayoría en el mercado nacional y exporta el producto desde hace 36 años, ahora pretende articular esfuerzos con el Gobierno y crear las condiciones necesarias para que el aluminio genere una relación dinámica de interacción con otras industrias.

#### Competencia

La principal competencia para el emisor es: Fundiciones Industriales S.A. (FISA) y Alumina, que junto a CEDAL constituyen las tres empresas más grandes del sector. Según la información proporcionada por la entidad, el mercado de perfiles de Aluminio en el Ecuador a septiembre del 2018 es de 12.161.697 kg, el cual está conformado por dos Extrusores de Aluminio: FISA y Cedal, representando el 78% de participación como industria nacional. Cedal abarca el 40,6% del mercado, seguido de FISA un 37,2% y la diferencia en importaciones cuyos principales orígenes de importación son R.P. China y Colombia.

#### PARTICIPACIÓN DE MERCADO CEDAL 2018



Fuente: CEDAL

#### Estrategias

La estrategia del emisor para posicionarse en el mercado consiste en la amplia red de distribuidores exclusivos a nivel nacional, más los locales propios en la ciudad de Guayaquil, que se fortalece con su participación en el mercado colombiano a través de la compañía C.I. Vitral Ltda., de la cual CEDAL es accionista mayoritario, también ha buscado ampliar la gama de productos.

En el área de comercialización, el emisor otorga descuentos por cumplimientos de metas en volúmenes de compra, pagos, infraestructura, imagen y servicios.

En el área de producción, la estrategia corporativa del emisor consiste en que CEDAL DURÁN S.A. sea la encargada de realizar todo el proceso de producción de los bienes que comercialice Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL.

La amplia red comercial a nivel nacional y la ampliación de la planta de producción, su posición de líder en el mercado sugiere una consolidación de las estrategias de la administración. Por otra parte, el emisor está incursionando en nuevos nichos de mercado en el exterior; su capacidad instalada le permitiría esta expansión dado que se encuentra al 60% de operación.

#### Gobierno Corporativo

**Producto del análisis efectuado, PCR considera que la empresa Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. (CEDAL) tiene un nivel de desempeño bueno (Categoría GC3, donde GC1 es la categoría máxima y GC6 es la mínima), respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo.**

Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. (CEDAL) es una persona jurídica bajo la denominación de Sociedad Anónima de acuerdo con la normativa local. El capital social de la empresa es US\$ 11,69 millones con una mayor parte accionaria de Corporación Empresarial S.A. CORPESA. Los accionistas de la misma clase tienen los mismos derechos. La empresa cuenta con un área encargada para la comunicación con los accionistas que es la Presidencia por medio de su asistente, aunque no se encuentra designada formalmente. Los accionistas no pueden introducir puntos en la agenda de la Junta General de Accionistas.

<sup>5</sup> <http://www.industrias.gob.ec/sector-metalurgico-del-pais-tiene-buenas-perspectivas-de-expandir-su-produccion/>

También, la empresa cuenta con una Política de Información, aunque no se encuentra aprobada formalmente, además las convocatorias se efectúan cumpliendo el plazo estipulado en el estatuto. La sociedad cuenta con un auditor interno. Y cuenta con una política de gestión integral de riesgo, pero ésta no se encuentra aprobada formalmente. Por otro lado, la empresa elabora y difunde un informe de gobierno corporativo a sus principales grupos de interés de forma parcial y se da en las reuniones de directorio.

A la fecha de corte, la empresa cuenta con 327 empleados.

#### *Evaluación de Desempeño y Sistemas Contables*

Respecto con la evaluación que efectúa Cedal a sus empleados, la institución establece evaluaciones de desempeño mediante indicadores internos, medición del clima de trabajo, posibles riesgos psicosociales y valoración de cargos. Por su parte, el sistema contable que se emplea en la institución es WRP WORKTOP INFOR LN.

Por otra parte, la plana gerencial mantiene una experiencia superior a 25 años en el área donde desempeñan sus funciones, los conocimientos que mantienen se encuentran relacionado al perfil del cargo asumido.

#### **Responsabilidad Social**

***Producto del análisis efectuado, PCR considera que la empresa Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. (CEDAL) tiene un nivel de desempeño bueno (Categoría RSE3, donde RSE1 es la máxima y RSE6 es la mínima), respecto a sus prácticas de Responsabilidad Social Empresarial.***

A la fecha de corte de la información la empresa realizó un proceso parcial de identificación de grupos de interés que se componen principalmente en el campo de clientes bajo planes de fidelización con el club denominado premia CEDAL donde los clientes acumulan puntos para canjearlos por premios. Asimismo, la compañía realiza acciones puntuales para promover la eficiencia energética como aquellas donde se especifica que no se puede mantener luces prendidas en áreas sin uso; también, se efectúa un control mensual del uso energético en procesos productivos y se aplica medidas correctivas. De la misma forma, la empresa promueve el reciclaje con acciones puntuales por medio de dos premios Punto Verde por poner en marcha proyectos de reutilización de Lodos, Viruta y Limalla. En el caso de programas y políticas que promuevan el consumo racional del agua, la compañía cuenta con una planta de tratamiento de aguas y busca continuamente el uso responsable del agua. Además de realizar estas acciones, la empresa da preferencia a proveedores que cuenten con licencias ambientales para lo que solicita la documentación de respaldo.

Con relación al aspecto social, la Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. (CEDAL) promueve la igualdad de oportunidades mediante la contratación de personal sin importar la raza, género, nivel social, edades y capacidades especiales. Además, se promueve actividades de integración por medio de charlas. La empresa también promueve la erradicación del trabajo infantil donde se cumple con la legislación laboral y además no se acepta que los proveedores de servicios brinden los mismos con personal menor de edad. Por otro lado, la empresa cumple con todos los beneficios sociales y además excede lo dispuesto por la ley. Finalmente, la compañía realiza acciones puntuales en actividades de vinculación con la comunidad a través de donaciones a centros infantiles, restauraciones de parques, y de cooperación con la comunidad aledaña.

#### **Calidad de Activos:**

A septiembre 2018, los activos totales contabilizaron US\$ 76,40 millones; la mayor parte del activo se encuentra concentrado en el activo corriente con un 54,21% y la diferencia se encuentra en el largo plazo. Con ello, el total del activo se encuentra financiado un 49,01% por pasivo y un 50,99% por la base patrimonial.

Respecto con la participación de los principales rubros del activo, la propiedad planta y equipo representa el 29,63% del total que a nivel interanual presentó un crecimiento del 24,7%. Es importante mencionar que se requiere de una base sólida de activos fijos dentro de la industria manufacturera, por lo que esta característica podría generar barreras de entrada en esta actividad económica.

Mientras que los inventarios a septiembre 2018 abarcan un 20,89% del total de activos y presentaron una leve contracción interanual del 0,2%; dentro de este rubro se contabiliza el valor por productos en proceso, productos terminados e importaciones en tránsito. Por otra parte, a nivel semestral se observa una contracción del 11,70% esto se debe principalmente a que en marzo se requería un mayor stock debido a que se estaba efectuando un mantenimiento del horno de fundición ubicado en Latacunga<sup>6</sup>, por lo que el nivel de inventarios regresa a volúmenes normales.

---

<sup>6</sup> La administración informó que el mantenimiento del horno incluye la incorporación de nueva tecnología para un mejor proceso de fundición, otorgándole mayor productividad y eficiencia. A septiembre, el reponenciamiento del horno de fundición se encuentra completo. Este horno requiere de un mantenimiento anual y a la fecha mantiene una capacidad instalada de aproximadamente 1.300 Tm. Mensuales.

Por otra parte, otros activos que incluyen las inversiones permanentes representan el 16,16% del total de activos, con un crecimiento del 4,9% en comparación con septiembre 2017.

Las cuentas por cobrar representan el 9,80% de los activos y han presentado un crecimiento a nivel interanual de 0,98%. Cedal, solicita garantía de 1.4 sobre el cupo de crédito ya sea para un incremento de plazo, cupo o refinanciamiento puntual. Por su parte, la cartera vencida de la empresa representa el 38,52% frente a la cartera total, inferior en comparación con la cartera de septiembre 2017 (42,26%). La parte más significativa de la cartera vencida se ubica en la cartera de difícil recuperación (vencimiento +365 días) que representa el 37,75% y el rango de vencimiento hasta 30 días (37,35%). Es preciso mencionar que la compañía realiza provisiones para esta cartera, las mismas que representan el 3,93% del total y el 26,69% de la cartera de difícil recuperación.

Es importante considerar que la cartera vencida genera interés, los días son calculados desde la fecha de despacho de la mercancía<sup>7</sup>. La recuperación de la cartera de plazos entre 1 – 60 días corresponde al ejecutivo de ventas, entre 61 – 90 días es de responsabilidad de la Gerencia Regional de ventas, a partir de los 91 días por parte de la Gerencia Financiera y la cartera de difícil recuperación (+121 días) pasa a instancia legal con la aprobación de la Gerencia General.

Los principales 20 clientes de Cedal representan el 19,85%; siendo la participación del mayor cliente un 3,40%. Con ello, no se presenta riesgo de concentración por cliente.

Cabe destacar, que la Junta General de Accionistas decidió como compromiso adicional mantener un monto equivalente a US\$ 12,00 millones en varios activos (cuentas por cobrar e inventarios) que no serán enajenados ni gravados hasta la cancelación total de la emisión y que la fecha de corte corresponde a US\$ 23,45 millones.

Por otra parte, CEDAL mantiene operaciones con empresas relacionadas, las mismas que pertenecen al grupo CORPESA, al que CEDAL también pertenece. Estas cuentas significan el 5,50% del activo y a la fecha de corte contabilizan US\$ 4,20 millones; con ello, el 75,94% de estas cuentas por cobrar corresponden a C.I Vitral.

#### **Pasivos:**

A la fecha de corte, los pasivos contabilizaron US\$ 37,45 millones, de los cuales el 55,70% se ubica en el largo plazo y la diferencia en el corto plazo.

Del total de pasivos, las obligaciones financieras son la principal fuente de fondeo debido a que constituyen un 77,20% respecto con el total. Es importante considerar que el total de esta deuda se concentra en el largo plazo (61,57%) y la diferencia en el corto plazo; cabe destacar que este comportamiento se observa desde el 2016. El saldo contable de las obligaciones de CEDAL a la fecha de corte corresponde a US\$ 23,29 millones con una tasa promedio de interés del 7,55%, el principal destino de los recursos es capital de trabajo y el mayor plazo corresponde a 5 años. A la fecha de corte, el emisor se encuentra al día en el pago de las obligaciones con el sistema financiero y con el mercado de valores.

Detalle de las obligaciones CEDAL septiembre 2018 (US\$)					
Bancos	Préstamo	Saldo Contable	Tasa	Plazo en días	Destino
Banco 1	6.200.000	3.862.500	6,79%	818	Capital de Trabajo
Banco 2	5.000.000	4.303.022	6,75%	724	Capital de Trabajo
Banco 3	6.000.000	5.850.299	7,25%	720 / 180	Capital de Trabajo
Banco 4	3.980.000	2.891.404	7,50%	1.800	Capital de Trabajo
Banco 5	7.870.000	6.384.517	7,65%	1.080	Capital de Trabajo
Banco 6	1.600.000	1.600.000	9,33%	671	Capital de Trabajo
<b>Total</b>	<b>30.650.000</b>	<b>23.291.742</b>			

Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL/ Elaboración: PCR

Las cuentas por pagar comerciales sumaron a septiembre 2018 US\$ 5,38 millones y representan un 14,36% del total de los pasivos y respecto con su similar periodo anterior se contrajo un 21,97%. Con ello, la política de pago a proveedores corresponde 60 días para materias primas y 30 días para otros. Respecto con los principales proveedores, el mayor de todos representa un 13,60% del total.

Respecto con el buró de crédito, a la fecha de corte el emisor se encuentra al día con sus obligaciones financieras, adicional, ha pago en tiempo y forma al mercado de valores.

<sup>7</sup> La tasa de interés establecida por CEDAL, se fundamenta con la tasa referencial de consumo ordinario publicado por el Banco Central del Ecuador.

### Saporte Patrimonial:

El principal accionista de Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL es CORPESA con una participación del 99,98% del capital social. Por otra parte, durante el periodo de análisis se observan varias capitalizaciones, lo que se traduce en el compromiso y apoyo por parte de los accionistas,

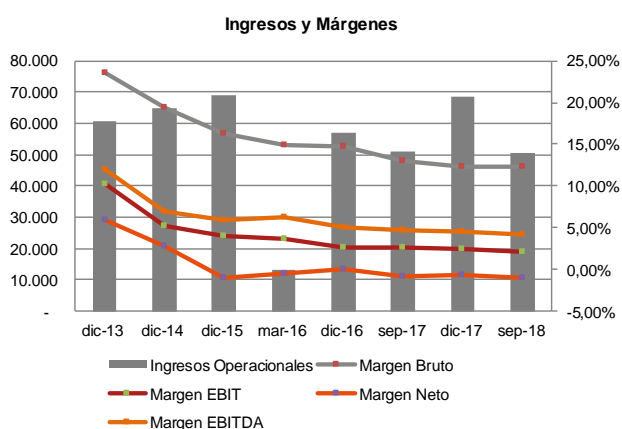
El patrimonio a la fecha de corte se ubicó en US\$ 38,95 millones. La base patrimonial se sustenta en el capital social (30,02%) y reservas (69,70%). Se debe destacar que la evolución del patrimonio a nivel interanual es positiva (11,35%) tras un incremento del 20,18% de las reservas por la revaloración de activos. Sin embargo, semestralmente se observa una contracción del patrimonio de 1,67%; esto se debe a una reducción de los resultados acumulados (85,84%); durante el periodo de estudio (sep18) se evidenció una pérdida lo cual impactó este rubro.

Adicional, considerando las reservas y los activos libres de gravamen estos cubren ampliamente el total de los pasivos. Por lo tanto, en un caso extraordinario la empresa contaría con la capacidad de atender sus pagos.

La política de dividendos que mantiene la entidad se ha manejado con la decisión que la Junta de Accionistas resuelva.

### Desempeño Operativo:

Durante el periodo de estudio, la Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL presentó una tendencia creciente en los ingresos, la misma que ha sido sostenida entre dic13 y dic15, sin embargo, el año 2016 mostró una contracción en sus ventas de un 17,16%. Esto guarda relación con el escenario complejo que atravesó la economía ecuatoriana. Mientras, en el año 2017 las ventas presentaron una recuperación con un crecimiento del 20,22%; comportamiento que va acorde al incremento del precio del principal *commodity*<sup>8</sup> que se usa como materia prima.



Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL/ Elaboración: PCR

A septiembre 2018, el emisor registró un nivel de ventas por US\$ 50,59 millones lo cual representa una leve contracción del 0,47% en comparación con su similar periodo anterior (US\$ 50,83 millones sep17).

La estructura de ingresos de la empresa se agrupa en dos líneas de negocio donde la más representativa a septiembre 2018 es la línea de aluminio con el 90,53% y el resto corresponde a la línea comercial (9,47%). Desglosando las ventas por tonelada y línea se obtiene lo siguiente:

Descripción	sep-17			sep-18		
	US\$	KG	Participación	US\$	KG	Participación
Mercado Nacional	26.919.303	5.224.429	52,96%	27.624.402	5.519.225	54,60%
Otros Aluminio	9.017.945		17,74%	8.764.651		17,32%
Línea Comercial	5.777.102	2.681.281	11,37%	4.788.604	2.801.981	9,47%
Mercado de Exportación	9.115.522		17,93%	9.413.368		18,61%
Total	50.829.872		100,00%	50.591.025		100,00%

Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL/ Elaboración: PCR

De las ventas de aluminio a septiembre 2018, el 54,60% corresponde a mercado nacional y el 18,61% a exportación de aluminio. Se destaca que, si bien se presentó un incremento de venta por tonelada, este no se traduce por completo en el total de la venta debido a las fluctuaciones del precio de la materia prima<sup>9</sup>. Adicional, la contracción en la línea comercial se debe a incrementos en el costo del vidrio.

Respecto con la evolución del precio del aluminio en los últimos 5 años, se observa que a finales del 2015 el precio mantiene una tendencia al alza, siendo su punto más alto en abril 2018 (US\$ 2.597,5 por Tm.), a partir de este suceso el precio cambia su tendencia hasta los US\$ 1.924,5 por Tm.

8 El aluminio ha mantenido un comportamiento creciente en los últimos años. En el 2017 la administración optó por incrementar un 4% en el precio en abril y un incremento del 3% a partir de noviembre. La diferencia en el incremento en el costo fue asumido por la empresa por temas de competitividad.

9 Por estrategia de mercado, la administración optó por efectuar el último incremento de precio en febrero del 2018

## LME ALUMINIUM HISTORICAL PRICE GRAPH



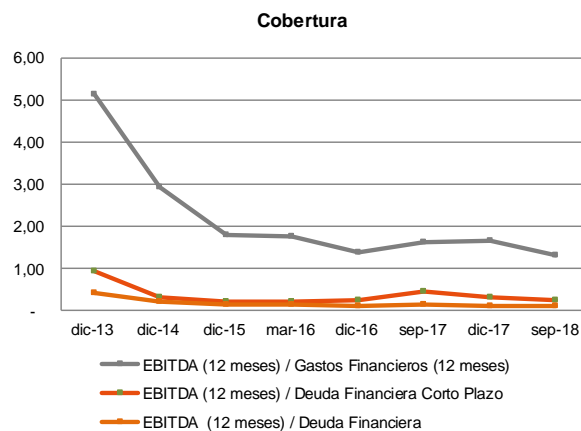
Fuente: London Metal Exchange LME/ Elaboración: PCR

Por su parte, los gastos operacionales se contrajeron levemente 1,19%; mientras los gastos financieros aumentaron un 10,13%. Es importante mencionar que otros ingresos<sup>10</sup> han contribuido favorablemente en el resultado antes de participaciones e impuestos en los últimos periodos. El mayor impacto en la utilidad se debe al anticipo mínimo de la renta, la administración espera que para el 2019 se aprueben las reformas necesarias, ya que esta medida deteriora el Estado de pérdidas y ganancias.

En este sentido, a septiembre 2018, los impuestos y participación de trabajadores impactaron de tal manera que se obtuvo una pérdida neta del ejercicio de US\$ 543 mil.

### Cobertura con EBITDA:

La generación de EBITDA depende del nivel de ventas y costos de la empresa. Pese a que los ingresos de la empresa han sido crecientes a excepción del año 2016, sus costos han crecido en mayor proporción, lo cual ha incidido en su generación EBITDA, con una tendencia decreciente en el periodo de estudio. A la fecha de corte, la tendencia se mantiene registrando un valor de US\$ 2,13 millones representando una disminución del 9,87% respecto a septiembre 2017, si se anualiza dicho valor la empresa cerraría el presente año con US\$ 2,84 millones mientras que diciembre 2017 cerró con US\$ 3,07 millones.



Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL / Elaboración: PCR

Todo esto se puede ver reflejado en el margen EBITDA, su promedio histórico se ubica en 6,88% y a septiembre 2018 llegó a 4,21%. Esto se explica por el incremento del precio de aluminio y el costo del vidrio, lo cual aumentó el margen de costos. Adicional, se observa que la empresa mantiene un mayor margen de gastos financieros puesto que tiene la deuda financiera más alta de todo el periodo analizado, implicando un resultado del ejercicio negativo.

En este sentido la cobertura de gastos financieros respecto a la generación EBITDA es de 1,30 veces cuando su promedio ha sido de 2,58 veces. Así mismo, la cobertura de la deuda financiera es menor que sus históricos con 0,10 veces y del total de pasivos es de 0,08 veces. Pese a una menor cobertura, el emisor ha podido mejorar sus niveles de capital de trabajo.

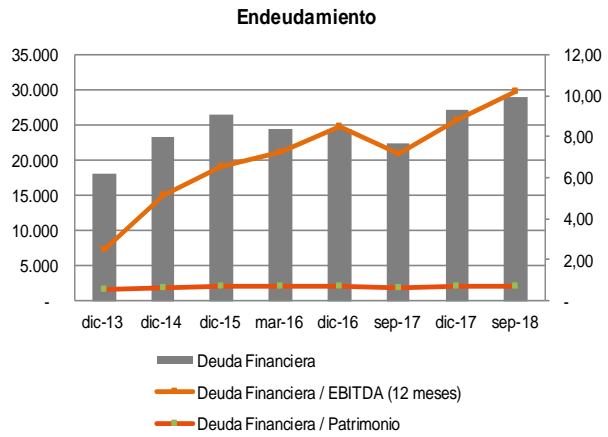
<sup>10</sup> Otros ingresos compuestos por: Arrendamiento de máquina, venta de activos fijos, intereses ganados, ingresos no operacionales y dividendos recibidos. Cabe mencionar que a diciembre 2017 los ingresos no operacionales corresponden a las propiedades y equipos determinadas como sobrantes, mientras que los dividendos recibidos corresponden al reparto de utilidades por parte de CI. Vitral Ltda.



### Endeudamiento:

La deuda financiera ha sido creciente, a septiembre 2018 registra su valor más alto de US\$ 28,90 millones y se reparte el 80,57% en 6 bancos locales con una tasa promedio ponderada de 7,86%; 12,82% en emisión de obligaciones que se termina de pagar en el año 2023 y 6,60% en otros. La deuda se desglosa 61,57% en el largo plazo y la diferencia de 38,43% en el corto plazo.

La calificadora de riesgos considera favorable el tamaño de su patrimonio, lo cual ha ayudado en el apalancamiento financiero de la empresa que es de 0,77 veces, repitiendo su comportamiento histórico. Respecto al apalancamiento total medido por la razón de pasivo total frente al patrimonio, es de 0,96 veces lo que se traduce en adecuados niveles de apalancamiento.



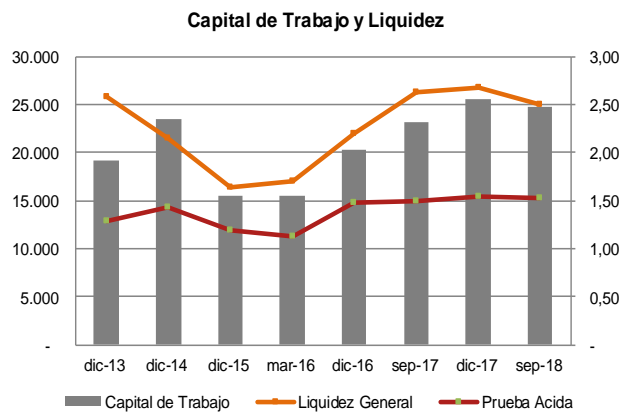
Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL / Elaboración: PCR

La capacidad de pago del emisor medido por la razón entre deuda financiera respecto a los flujos EBITDA es de 10,19 años, siendo muy superior al promedio histórico de los últimos 5 años de 6,30 años y se explica por el incremento de deuda y deterioro de EBITDA. Respecto a la capacidad de pago del total de pasivos es de 13,20 años. El deterioro de este indicador se explica por la estrategia adoptada del emisor que ha demandado un alto nivel de deuda financiera y por tanto la empresa ha incurrido en ello para financiar sus activos. Por lo que se considera favorable la reestructuración de la deuda en el largo plazo.

### Liquidez y Flujo de Efectivo:

PCR considera una fortaleza la liquidez de Cedal S.A., el promedio histórico (2013-2017) de la liquidez general es de 2,25 veces, a partir del año 2016 la empresa reestructuró su deuda al largo plazo incidiendo positivamente en este indicador, ubicándolo a la fecha de corte en 2,50 veces. Dada la representatividad de los inventarios, el indicador de prueba ácida se ubicó a septiembre 2018 en 1,53; demostrando adecuados niveles de liquidez.

Por otra parte, PCR consideró sensibilizar el indicador de liquidez general<sup>11</sup>, debido a la alta representatividad de la cartera de difícil recuperación. Sin embargo, este indicador no se ve afectado al llegar a los 2,23 veces.



Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL / Elaboración: PCR

Por su parte, el flujo operativo neto de Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL fue negativo a septiembre 2018 con un resultado US\$ -668 mil por pago a proveedores y una menor recuperación de la cartera. El flujo de inversión fue negativo en US\$ -1,14 millones por adiciones a propiedad planta y equipo; en este sentido, se efectuaron los siguientes reponenciamientos:

<sup>11</sup> Para sensibilizar el indicador de liquidez, se restó del Activo Corriente el total de la cartera vencida (US\$ 4,5 millones) y luego se lo dividió para el pasivo corriente.

Reponentamientos en la planta a Sep18 (US\$)	
Descripción	US\$
Horno de Fundición	565.718
Mesa enfriamiento	213.730
Rectificador de color	97.759
Intercambiadores de color	71.708
Cilindro	57.173
Equipo de Osmosis	54.191
Equipo para control de procesos	44.600
Montacargas	34.885
Total	1.139.764

Por último, el financiamiento neto por parte de instituciones financieras llegó a US\$1,73. Todo esto, junto al efectivo al inicio de periodo de 2,86 millones suma un saldo final de 2,78 millones para la adquisición de la materia prima, sobre todo si se considera la fluctuación de los precios.

#### Situación de la Emisión:

La emisión de obligaciones por US\$ 12.000.000,00 analizada en el presente informe de calificación de riesgos, está respaldada por la Garantía General de Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL. Por otra parte, cuenta con compromisos adicionales de US\$ 12,00 millones entre inventarios y cuentas por cobrar que respaldan la emisión. Los valores en circulación del emisor en el mercado bursátil son inferiores al límite del 200% de patrimonio que dispone la normativo.

El cumplimiento de las proyecciones se ha mostrado bajas a pesar del desempeño en los primeros tres meses del año. De forma que, tanto la utilidad bruta, operativa, y neta han mostrado un bajo cumplimiento. Por otra parte, la Emisión de Obligaciones cumple con la garantía general y los resguardos. También se debe mencionar que el emisor ha pagado en tiempo y forma sus obligaciones con el mercado de valores.

#### Instrumento Calificado

Con fecha 29 de octubre de 2012, la Junta General Extraordinaria y Universal de Accionistas de la Compañía Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL, resolvió autorizar la Presente Emisión de Obligaciones por un monto de hasta US\$ 12.000.000,00, según el siguiente detalle que consta el Prospecto de Oferta Pública:

Características de la Emisión				
<b>Emisor:</b>	Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL			
<b>Monto de la Emisión:</b>	US\$ 12.000.000			
<b>Unidad Monetaria:</b>	Dólares de los Estados Unidos de América			
<b>Características</b>	<b>Serie</b>	<b>Plazo</b>	<b>Monto</b>	<b>Tasa</b>
	A6	1440	US\$ 2.500.000	7,25%
	A7	1440	US\$ 2.500.000	7,25%
	A8	3600	US\$ 3.500.000	Tasa pasiva referencial publicada por el BCE + 3 puntos porcentuales anuales, vigente para la semana de emisión de los valores, la misma que será reajustada cada 90 días contados a partir de la fecha de emisión de las obligaciones.
A9	3600	US\$ 3.500.000		
<b>Monto Mínimo</b>	De acuerdo con el Prospecto de Oferta Pública se debían negociar Valores de US\$ 5,000 (Cinco mil dólares de los Estados Unidos de América) o sus múltiplos.			
<b>Pago de Intereses</b>	Comenzaron a ser pagados cada 90 días contados a partir de la fecha de emisión de las obligaciones.			
<b>Modalidad de pago de capital</b>	En las series A6 y A7 el capital ha sido pagado cada 180 días contados desde la fecha de emisión de obligaciones de cada Serie y será hasta el término del plazo de la emisión. En las Series A8 y A9 el capital ha sido pagado cada 180 días contados desde el día 720 contado la fecha de emisión de obligaciones de cada Serie, y será hasta el término del plazo de la emisión.			
<b>Destino de los recursos:</b>	Según el Prospecto de Oferta Pública. Los recursos captados tenían como destino la reestructuración de pasivos y para la compra de activos productivos en la proporción que determine el Gerente General.			
<b>Garantía:</b>	General en los términos de la Ley de Mercado de Valores.			
<b>Resguardos de Ley</b>	<p>Conforme lo que señala la Codificación de las Resoluciones del Consejo Nacional de Valores en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:</p> <p>Determinar las medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades del emisor, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas.</p> <p>No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.</p>			

	Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III, de la Codificación de las Resoluciones del C.N.V.
<b>Compromisos Adicionales</b>	La Junta General de Accionistas de la Compañía ha decidido que la compañía mantendrá un monto equivalente a USD 12,00 millones en la suma de los siguientes activos, cuentas por cobrar vigentes a clientes y/o inventarios, que no serán enajenados ni gravados, mientras se encuentre en circulación la emisión y hasta su cancelación, los mismos que se reducirán proporcionalmente al capital amortizado de la emisión. La Compañía mantendrá la relación de activos libres de gravamen sobre el monto nominal de la emisión en circulación de al menos el 1,25, según los términos de la Ley de Mercado de Valores. La Compañía mantendrá el índice máximo de apalancamiento (pasivo total / patrimonio total) que anualmente resuelva el Comité Ejecutivo de la Compañía.
<b>Sistema de Colocación:</b>	El Prospecto de Oferta Pública señala que fue en el Mercado Bursátil, mediante cualquiera de los sistemas existentes
<b>Agente Colocador:</b>	PROBROKERS S.A. Casa de Valores.
<b>Agente Pagador:</b>	Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL por intermedio del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A., los pagos se realizarán en cheque o transferencia bancaria.
<b>Estructurador Legal y Financiero:</b>	OBLICORP Asesores en Obligaciones Corporativas y Mercado de Capitales Cía. Ltda.
<b>Representante Obligacionistas:</b>	POLIT & POLIT Abogados S.C.C.
<b>Fecha de Emisión:</b>	21 de febrero de 2013
<b>Fecha de Vencimiento:</b>	28 de febrero de 2023

Fuente: Prospecto de Oferta Pública Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL/Elaboración: PCR

La colocación de los valores para las Series A6 y A8 inició el 21 de febrero de 2013, mientras que el 27 y 28 de febrero de 2013 inició la colocación de las Series A7 y A9 respectivamente, y se terminó de colocar el 100% el 01 de octubre de 2013. A continuación, se detallan los pagos efectuados de las tres series de la presente emisión, acorde a las tablas de amortización que se muestra en los Anexos.

Cuadro 2: Resumen del Pago de Dividendos por Serie				
Clase	Capital	Interés	Total	Saldo de Capital
Serie A6	2.500.000	407.810	2.907.810	0
Serie A7	2.500.000	407.810	2.907.810	0
Serie A8	1.440.600	1.282.754	2.723.354	1.853.600
Serie A9	1.440.600	1.230.818	2.671.418	1.853.600
<b>Total</b>	<b>7.881.200</b>	<b>3.329.192</b>	<b>11.210.392</b>	<b>3.707.200</b>

Fuente: Prospecto de Oferta Pública Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL/Elaboración: PCR

### Provisiones de recursos

De acuerdo con la planificación de pagos, y según el vencimiento de los valores de la emisión de obligaciones, el emisor considera en el flujo de caja el pago de cada dividendo a fin de disponer de los recursos en la fecha prevista de pago.

### Resguardos de ley y Cumplimiento:

Conforme lo que señala la Codificación de las Resoluciones del Consejo Nacional de Valores en el artículo 11, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III, el emisor debe mantener los siguientes resguardos mientras se encuentren en circulación las obligaciones:

- Determinar las medidas orientadas a preservar el cumplimiento del objeto social o finalidad de las actividades del emisor, tendientes a garantizar el pago de las obligaciones a los inversionistas.

*Las decisiones del emisor están orientadas a fortalecer su posición en el mercado.*

- No repartir dividendos mientras existan obligaciones en mora.

*El emisor no presenta obligaciones en mora.*

- Mantener, durante la vigencia de la emisión, la relación activos libres de gravamen sobre obligaciones en circulación, según lo establecido en el artículo 13, Sección I, Capítulo III, Subtítulo I, Título III, de la Codificación de las Resoluciones del C.N.V.

*El emisor cumple con lo establecido.*

### Otros Compromisos y Cumplimiento:

La Junta General de Accionistas de la Compañía ha decidido que la compañía mantendrá un monto equivalente a US\$ 12,00 millones en la suma de los siguientes activos, cuentas por cobrar vigentes a clientes y/o inventarios, que no serán enajenados ni gravados, mientras se encuentre en circulación la emisión y hasta su cancelación, los mismos que se reducirán proporcionalmente al capital amortizado de la emisión.

Compromiso sobre la Emisión a septiembre 2018 (Miles de US\$)					
Cartera Comercial	Inventarios	Total	Saldo por Redimir	Relación	Cumplimiento
7.483,95	15.963,00	23.446,94	3.707,20	6,32	SI

Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL / Elaboración: PCR

La Compañía mantendrá la relación de activos libres de gravamen sobre el monto nominal de la emisión en circulación de al menos el 1,25 según los términos de la Ley de Mercado de Valores.

Cumplimiento a septiembre 2018 (Miles de US\$)				
Activos Libres de Gravamen	Saldo por Redimir	Parámetro	Relación	Cumplimiento
37.999,75	3.707,20	1,25	10,25	SI

Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL / Elaboración: PCR

La Compañía mantendrá el índice máximo de apalancamiento (pasivo total / patrimonio total) que anualmente resuelva el Comité Ejecutivo de la Compañía.

Cumplimiento a septiembre 2018 (Miles de US\$)				
Pasivos	Patrimonio	Parámetro	Relación	Cumplimiento
37.446,00	38.954,34	<= 2	0,96	SI

Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL / Elaboración: PCR

#### Cumplimiento de Proyecciones de la Emisión:

Con respecto a las proyecciones presentadas en el Prospecto de Oferta Pública, se evidencia que con relación al año 2017, estas fueron conservadoras, con ello, los ingresos operacionales se cumplieron en un 74,88% y los costos de venta en un 83,17%. Cabe mencionar que el emisor cumplió con un 2,56% de utilidad antes de impuestos. Por otra parte, la utilidad neta se vio afectada por el impacto que causa el anticipo mínimo de impuesto a la renta, lo cual generó una pérdida neta a final del 2017. Adicional, el incremento del precio del aluminio y la dificultad para trasladar este aumento al precio para mantener mercado ha impactado el resultado final.

A septiembre 2018, el emisor registró un nivel de ventas por US\$ 50,59 millones lo cual representa un cumplimiento del 51,50% respecto con las proyecciones de diciembre 2018, la utilidad bruta alcanzó el 30,26%, la utilidad operacional el 11,14% y la utilidad neta no presenta avances debido a que se obtuvo una pérdida neta al final del periodo, este comportamiento obedece que el anticipo mínimo del impuesto a la renta, incremento del precio de la materia prima y aumento de los gastos financieros continúa presionando los resultados del emisor. Se debe destacar que el entorno macroeconómico del Ecuador a partir del 2015 no ha sido favorable para la industria metalúrgica. En este sentido el emisor actualiza internamente las proyecciones.

A pesar del escenario presentado en el periodo de análisis, Cedal cuenta con la capacidad de pago de sus obligaciones, con ello, los activos libres de gravamen cubren holgadamente la deuda contraída en el mercado de valores. Por otra parte, el emisor ha presentado históricamente un indicador de liquidez superior a 2 veces. Adicionalmente, la presente emisión cuenta con activos comprometidos (US\$ 12 millones) para respaldar la emisión.

Cumplimiento de Proyecciones (Miles US\$)										
Año	2017	Dic-2017 (Real)	Cumplimiento (%)	2018	Sep-2018 (Real)	Cumplimiento (%)	2019	2020	2021	2022
Ingresos Operacionales	91.721	68.684	74,88%	98.227	50.591	51,50%	105.087	112.320	115.299	118.368
(-) Costos de ventas	72.360	60.184	83,17%	77.526	44.327	57,18%	82.974	88.718	91.080	93.512
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>19.360</b>	<b>8.500</b>	<b>43,90%</b>	<b>20.701</b>	<b>6.264</b>	<b>30,26%</b>	<b>22.113</b>	<b>23.601</b>	<b>24.219</b>	<b>24.856</b>
(-) Gastos operacionales	10.949	6.855	62,61%	11.312	5.218	46,13%	11.373	11.753	12.028	12.305
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>8.411</b>	<b>1.645</b>	<b>19,55%</b>	<b>9.389</b>	<b>1.046</b>	<b>11,14%</b>	<b>10.740</b>	<b>11.848</b>	<b>12.192</b>	<b>12.552</b>
(+) Ingresos Financieros y dividendos recibidos	700	404	57,65%	700	595	85,00%	700	700	700	700
(-) Gastos Financieros	1.577	1.855	117,66%	1.399	1.632	116,67%	1.182	888	416	56
<b>Utilidad Antes de Impuestos</b>	<b>7.534</b>	<b>193</b>	<b>2,56%</b>	<b>8.690</b>	<b>9</b>	<b>0,10%</b>	<b>10.258</b>	<b>11.660</b>	<b>12.476</b>	<b>13.196</b>
Participación e Impuesto a la Renta	3.123	670	21,45%	3.602	552	15,33%	4.252	4.833	5.171	5.470
<b>Utilidad Neta</b>	<b>4.411</b>	<b>-477</b>	<b>-10,81%</b>	<b>5.088</b>	<b>-543</b>	<b>-10,67%</b>	<b>6.006</b>	<b>6.827</b>	<b>7.305</b>	<b>7.726</b>

Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL / Elaboración: PCR

### Garantía General de la Emisión

PCR ha recibido por parte del emisor el certificado de activos libres de gravamen al corte de 30 de septiembre de 2018, es así como el monto máximo a emitir es de US\$ 30,40 millones por lo que los 3,71 millones que se encuentran en circulación (emisión de obligaciones) se encuentran dentro del monto máximo permitido por Ley.

Cuadro: Activos Libres de Gravamen septiembre de 2018 (US\$)		
	<b>Activo Total</b>	<b>76.400.165,00</b>
(-)	Impuestos Diferidos	220.450,00
(-)	Activos Gravados	25.539.101,00
(-)	Activos en Litigio	
(-)	Impugnaciones Tributarias	372.064,37
(-)	Monto no redimido de emisiones en circulación	3.707.200,00
(-)	Monto no redimido de Titularización de Flujos en Circulación	
(-)	Documentos por cobrar provenientes de la negociación de Derechos Fiduciarios	
(-)	Saldo de Valores no redimidos de REVNI	
(-)	Inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o mercados regulados y que sean vinculadas con el emisor	8.561.599,00
(=)	<b>Total Activos Libres de Gravámenes</b>	<b>37.999.750,630</b>
	<b>80.00% Activos Libres de Gravámenes</b>	<b>30.399.800,50</b>

Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL / Elaboración: PCR

#### Activos en Litigio

A septiembre de 2018, Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL no indicó cuantificación de activos en litigio.

Adicional, la Calificadora ha revisado que, al 30 de septiembre de 2018, los valores por emitir que mantiene Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL en el mercado de valores y son inferiores al límite del 200% de su patrimonio que establece la normativa.

Monto Máximo de Valores en Circulación (Miles US\$) – Al 30 de septiembre de 2018	
Detalle	Valor
<b>Patrimonio</b>	<b>38.954,34</b>
<b>200% Patrimonio</b>	<b>77.908,68</b>
Monto no redimido de obligaciones en circulación	3.707,20
<b>Total Valores en Circulación y por Emitirse</b>	<b>3.707,20</b>
<b>Total Valores en Circulación y por Emitirse / Patrimonio (debe ser menor al 200%)</b>	<b>9,52%</b>

Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL / Elaboración: PCR

Para el emisor, el saldo con el mercado de valores ocupa una prelación de pago 2, mismo que está respaldado por la garantía general en 8,34 veces a la fecha de corte.

Posición Relativa de la Garantía General				
Orden de Prolación de Pagos	Primera	Segunda	Tercera	Cuarta
Detalle	IESS, SRI, Empleados	Mercado de Valores	Bancos	Proveedores
Saldo Contable	1.294.789,00	3.707.200,00	25.200.140,00	3.536.651,00
Pasivo Acumulado	1.294.789,00	5.001.989,00	30.202.129,00	33.738.780,00
<b>Fondos Líquidos (Caja y Bancos)</b>				2.785.000,00
<b>Activos Libres de Gravamen (sin considerar saldo emisiones en circulación)</b>				41.706.950,63
Cobertura Fondos Líquidos	2,15	0,56	0,09	0,08
Cobertura ALG	32,21	8,34	1,38	1,24

Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL / Elaboración: PCR

## Metodología utilizada

- Manual de Calificación de Riesgo-PCR

## Información utilizada para la Calificación

- Información financiera:** Estados Financieros de Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL para los períodos, 2013 y 2014 auditados por la firma GrantThornton. Mientras que para **2015, 2016 y 2017** los balances fueron auditados por Moore Stephens, de igual manera se presentan sin salvedades. Además, información interna con corte a septiembre 2017 y 2018.
- Prospecto de Emisión de Obligaciones.
- Escritura de Emisiones de Obligaciones.
- Reforma a la Escritura de la Emisión de Obligaciones
- Certificado de Activos Libres de Gravamen con corte a septiembre 2018
- Otros papeles de trabajo

## Presencia Bursátil

### Situación del Mercado de Valores:

El mercado de valores, como alternativa de financiamiento, no se ha logrado desarrollar en el país, ya que en mayor medida se ofertan títulos de renta fija y en mercado primario, esto explicado por la competencia de las instituciones financieras y la escasa cultura bursátil.

En el año 2017 el monto negociado entre las bolsas de Quito y Guayaquil fue de US\$ 6.617 millones, que significó una disminución del 20,63% frente al año anterior, debido principalmente a las menores emisiones del sector público. Al relacionar el volumen de transacciones negociado con el Producto Interno Bruto del país, en el año 2017 fue de 6,6% (8,3% en el 2016; 5,8% promedio 2012-2016).

Las negociaciones del sector privado (Certificados de Depósito, Papel Comercial, Obligaciones, otros) aportaron con el 36,76%, mientras que los valores del sector público (Certificados de tesorería, Certificados de Inversión, otros) lo hicieron con el 63,24%. Dentro del total de emisores del sector privado, las provincias de Guayas y Pichincha concentran el 87,41% del total, siendo el sector comercial e industrial los mayores dinamizadores<sup>12</sup>

### Indicador de Presencia Bursátil

La presencia bursátil, es un indicador que permite medir la liquidez de los valores sean éstos de renta fija o variable<sup>13</sup>. Cuyo principal objetivo es dar a conocer al inversionista que tan fácil puede ser un negociado un valor en el mercado secundario. Para su cálculo se considera la siguiente fórmula:

$$\text{Indicador presencia bursátil} = \frac{N^{\circ} \text{ de días negociados mes}}{N^{\circ} \text{ de ruedas mes}}$$

Para la emisión de obligaciones de Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL, el indicador de liquidez se ubicó en promedio 0,05 durante los meses negociados en la Bolsa de Quito desde el 2014, lo que significaría una liquidez baja del valor. Esto obedece al comportamiento del mercado de valores en el país, en donde en mayor medida se ofertan títulos de renta fija y en mercado primario.

Cuadro 8: Indicador Presencia Bursátil										
Emisor	Instrumento	Monto Autorizado US\$	Bolsa	No. transacciones	Monto Negociado	Días bursátiles	Meses	Días negociados Mes	Ruedas Mes	Presencia Bursátil
Corporación Ecuatoriana de Aluminio CEDAL	Emisión de Obligaciones de Largo Plazo	12.000.000	Quito	7	426.512 (mercado secundario)	1	agosto de 2014	1	21	0,05
						1	abril de 2015	1	21	0,05
						1	junio de 2015	1	22	0,05
						1	agosto de 2016	1	22	0,05
						1	diciembre de 2016	1	20	0,05

Fuente: Bolsa de Valores Quito / Elaboración: PCR

PCR considera que el indicador de presencia bursátil en valores de renta fija no refleja la liquidez real del valor, dado que en el país el mercado secundario es mínimo; el rendimiento atractivo que ofrecen los títulos

<sup>12</sup> Bolsa de Valores de Quito, [http://www.bolsadequito.info/estadisticas/informacion-estadistica/INFORME\\_PULSO\\_MENSUAL](http://www.bolsadequito.info/estadisticas/informacion-estadistica/INFORME_PULSO_MENSUAL), consultado febrero 2018

<sup>13</sup> Sección II, Capítulo XVI del Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros: "Conformación Accionaria y Presencia Bursátil" Art. 10, numerales 2 y 5

de renta fija incentiva a mantener la inversión hasta el vencimiento. Es por esto que PCR opina que la calificación de riesgo es la que influye en la liquidez del valor en el mercado.

A septiembre 2018, la emisión de obligaciones es el único instrumento financiero que la compañía mantiene en el mercado de valores. Respecto al grado de aceptabilidad del valor, se debe indicar que la colocación de los valores para las Series A6 y A8 inició el 21 de febrero de 2013, mientras que el 27 y 28 de febrero de 2013 inició la colocación de las Series A7 y A9 respectivamente, y se terminó de colocar el 100% el 01 de octubre de 2013.

Presencia Bursátil (US\$)					
Instrumento	Resolución Aprobatoria	Monto Autorizado	Monto Colocado	Saldo de capital	Calificaciones
				a sep 2018	
Emisión de Obligaciones	Q.I.MV.2013.0246 15-ene-13	12.000.000	12.000.000	3.707.200,00	PCR AA (mar-18)
<b>Total</b>		<b>12.000.000</b>	<b>12.000.000</b>	<b>3.707.200</b>	

Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL / Elaboración: PCR

### Hechos de Importancia

A la fecha de corte no se ha presentado ningún hecho de importancia por parte del emisor

### Relación con el Grupo

Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL pertenece a Corporación Empresarial S.A. CORPESA, cuya razón social es la compra de acciones o participaciones de otras compañías, nacionales o extranjeras, con el fin de vincularlas y ejercer su control a través de vínculos de propiedad accionaria, gestión, administración, y conformar así un grupo empresarial en los términos de Ley. El emisor mantiene relaciones comerciales con las empresas que conforman el Grupo. La estructura del grupo es la siguiente.



Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL / Elaboración: PCR

### Relación con Empresas Vinculadas


Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL mantiene operaciones comerciales con empresas relacionadas, como es el caso de las subsidiarias o empresas pertenecientes al grupo. A septiembre de 2018, el saldo de la cartera comercial es de US\$ 4,20 millones, que corresponde principalmente a la cuenta por cobrar a C.I. Vitral Ltda. por venta de perfiles de exportación.

La cartera con relacionadas está registrada en el corto plazo y se considera fácilmente liquidable, adicional mantiene la calidad de la cartera global de CEDAL por estar sujeta a las mismas políticas de crédito.

Cartera de Relacionadas (US\$)		
NOMBRE	sep-17	sep-18
C.I. VITRAL LTDA.	2.524.503	3.191.415
ESTRUCTURAS DE ALUMINIO S.A. ESTRUS	35.345	13.881
ESTRUCTURAS DE ALUMINIO S.A. ESTRUS	305.325	285.640
CEDAL DURAN S.A.	254.628	422.880
CEDAL ENTERPRISES INC.	169.346	288.577
	<b>3.289.146</b>	<b>4.202.392</b>

Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL / Elaboración: PCR

## Miembros de Comité



Econ. Ximena Redin



Econ. José Mora



Econ. Raí Rivera

## Anexos

Tabla de Amortización (Serie A6)					
Fecha	Capital	Interés	Cuota	Monto no Redimido	Estado
				2.500.000,00	
21-may-13	0,00	45.313,00	45.313,00	2.500.000,00	Cancelado
21-ago-13	312.500,00	45.313,00	357.813,00	2.187.500,00	Cancelado
21-nov-13	0,00	39.648,00	39.648,00	2.187.500,00	Cancelado
21-feb-14	312.500,00	39.648,00	352.148,00	1.875.000,00	Cancelado
21-may-14	0,00	33.984,00	33.984,00	1.875.000,00	Cancelado
21-ago-14	312.500,00	33.984,00	346.484,00	1.562.500,00	Cancelado
21-nov-14	0,00	28.320,00	28.320,00	1.562.500,00	Cancelado
21-feb-15	312.500,00	28.320,00	340.820,00	1.250.000,00	Cancelado
21-may-15	0,00	22.656,00	22.656,00	1.250.000,00	Cancelado
21-ago-15	312.500,00	22.656,00	335.156,00	937.500,00	Cancelado
21-nov-15	0,00	16.992,00	16.992,00	937.500,00	Cancelado
21-feb-16	312.500,00	16.992,00	329.492,00	625.000,00	Cancelado
21-may-16	0,00	11.328,00	11.328,00	625.000,00	Cancelado
21-ago-16	312.500,00	11.328,00	323.828,00	312.500,00	Cancelado
21-nov-16	0,00	5.664,00	5.664,00	312.500,00	Cancelado
21-feb-17	312.500,00	5.664,00	318.164,00	0,00	Cancelado

Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL / Elaboración: PCR

Tabla de Amortización (Serie A7)					
Fecha	Capital	Interés	Cuota	Monto no Redimido	Estado
				2.500.000,00	
25-may-13	0,00	45.313,00	45.313,00	2.500.000,00	Cancelado
25-ago-13	312.500,00	45.313,00	357.813,00	2.187.500,00	Cancelado
25-nov-13	0,00	39.648,00	39.648,00	2.187.500,00	Cancelado
05-feb-14	312.500,00	39.648,00	352.148,00	1.875.000,00	Cancelado
25-may-14	0,00	33.984,00	33.984,00	1.875.000,00	Cancelado
25-ago-14	312.500,00	33.984,00	346.484,00	1.562.500,00	Cancelado
25-nov-14	0,00	28.320,00	28.320,00	1.562.500,00	Cancelado
25-feb-15	312.500,00	28.320,00	340.820,00	1.250.000,00	Cancelado
25-may-15	0,00	22.656,00	22.656,00	1.250.000,00	Cancelado
25-ago-15	312.500,00	22.656,00	335.156,00	937.500,00	Cancelado
25-nov-15	0,00	16.992,00	16.992,00	937.500,00	Cancelado
25-feb-16	312.500,00	16.992,00	329.492,00	625.000,00	Cancelado
25-may-16	0,00	11.328,00	11.328,00	625.000,00	Cancelado
25-ago-16	312.500,00	11.328,00	323.828,00	312.500,00	Cancelado
25-nov-16	0,00	5.664,00	5.664,00	312.500,00	Cancelado
25-feb-17	312.500,00	5.664,00	318.164,00	0,00	Cancelado

Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL / Elaboración: PCR



Tabla de Amortización (Serie A8)					
Fecha	Capital	Interés	Cuota	Monto no Redimido	Estado
21-Feb-13				2.100.000,00	
21-May-13		39.532,50	39.532,50	3.500.000,00	Cancelado
21-Ago-13		65.887,50	65.887,50	3.500.000,00	Cancelado
21-Nov-13		65.887,50	65.887,50	3.500.000,00	Cancelado
21-Feb-14		65.887,50	65.887,50	3.500.000,00	Cancelado
21-May-14		65.887,50	65.887,50	3.500.000,00	Cancelado
21-Ago-14		70.962,50	70.962,50	3.500.000,00	Cancelado
21-Nov-14		71.225,00	71.225,00	3.500.000,00	Cancelado
21-Feb-15	205.800,00	70.612,50	276.412,50	3.294.200,00	Cancelado
21-May-15		68.519,36	68.519,36	3.294.200,00	Cancelado
21-Ago-15	205.800,00	70.084,11	275.884,11	3.088.400,00	Cancelado
21-Nov-15		66.014,55	66.014,55	3.088.400,00	Cancelado
21-Feb-16	205.800,00	62.617,31	268.417,31	2.882.600,00	Cancelado
21-May-16		58.444,72	58.444,72	2.882.600,00	Cancelado
21-Ago-16	205.800,00	58.444,72	264.244,72	2.676.800,00	Cancelado
21-Nov-16		54.272,12	54.272,12	2.676.800,00	Cancelado
21-Feb-17	205.800,00	54.272,12	260.072,12	2.471.000,00	Cancelado
21-May-17		49.852,43	49.852,43	2.471.000,00	Cancelado
21-Ago-17	205.800,00	49.852,43	255.652,43	2.265.200,00	Cancelado
21-Nov-17		45.700,41	45.700,41	2.265.200,00	Cancelado
21-Feb-18	205.800,00	45.700,41	251.500,41	2.059.400,00	Cancelado
21-May-18		41.548,40	41.548,40	2.059.400,00	Cancelado
21-Ago-18	205.800,00	41.548,40	247.348,40	1.853.600,00	Cancelado
21-Nov-18		37.396,38	37.396,38	1.853.600,00	Por Pagar
21-Feb-19	205.800,00	37.396,38	243.196,38	1.647.800,00	Por Pagar
21-May-19		33.244,37	33.244,37	1.647.800,00	Por Pagar
21-Ago-19	205.800,00	33.244,37	239.044,37	1.442.000,00	Por Pagar
21-Nov-19		29.092,35	29.092,35	1.442.000,00	Por Pagar
21-Feb-20	205.800,00	29.092,35	234.892,35	1.236.200,00	Por Pagar
21-May-20		24.940,34	24.940,34	1.236.200,00	Por Pagar
21-Ago-20	205.800,00	24.940,34	230.740,34	1.030.400,00	Por Pagar
21-Nov-20		20.788,32	20.788,32	1.030.400,00	Por Pagar
21-Feb-21	205.800,00	20.788,32	226.588,32	824.600,00	Por Pagar
21-May-21		16.636,31	16.636,31	824.600,00	Por Pagar
21-Ago-21	205.800,00	16.636,31	222.436,31	618.800,00	Por Pagar
21-Nov-21		12.484,29	12.484,29	618.800,00	Por Pagar
21-Feb-22	205.800,00	12.484,29	218.284,29	413.000,00	Por Pagar
21-May-22		8.332,28	8.332,28	413.000,00	Por Pagar
21-Ago-22	205.800,00	8.332,28	214.132,28	207.200,00	Por Pagar
21-Nov-22		4.180,26	4.180,26	207.200,00	Por Pagar
21-Feb-23	207.200,00	4.180,26	211.380,26	0,00	Por Pagar

Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL / Elaboración: PCR

Tabla de Amortización (Serie A9)					
Fecha	Capital	Interés	Cuota	Monto no Redimido	Estado
25-Feb-13				2.100.000,00	
25-May-13		2.635,50	2.635,50	3.500.000,00	Cancelado
25-Ago-13		56.300,00	56.300,00	3.500.000,00	Cancelado
25-Nov-13		70.000,00	70.000,00	3.500.000,00	Cancelado
25-Feb-14		70.000,00	70.000,00	3.500.000,00	Cancelado
25-May-14		70.000,00	70.000,00	3.500.000,00	Cancelado
25-Ago-14		70.000,00	70.000,00	3.500.000,00	Cancelado
25-Nov-14		70.000,00	70.000,00	3.500.000,00	Cancelado
25-Feb-15	205.800,00	70.000,00	275.800,00	3.294.200,00	Cancelado
25-May-15		65.884,00	65.884,00	3.294.200,00	Cancelado
25-Ago-15	205.800,00	65.884,00	271.684,00	3.088.400,00	Cancelado
25-Nov-15		61.768,00	61.768,00	3.088.400,00	Cancelado
25-Feb-16	205.800,00	61.768,00	267.568,00	2.882.600,00	Cancelado
25-May-16		57.652,00	57.652,00	2.882.600,00	Cancelado
25-Ago-16	205.800,00	57.652,00	263.452,00	2.676.800,00	Cancelado
25-Nov-16		53.536,00	53.536,00	2.676.800,00	Cancelado
25-Feb-17	205.800,00	53.536,00	259.336,00	2.471.000,00	Cancelado
25-May-17		49.852,43	49.852,43	2.471.000,00	Cancelado
25-Ago-17	205.800,00	49.852,43	255.652,43	2.265.200,00	Cancelado
25-Nov-17		45.700,41	45.700,41	2.265.200,00	Cancelado
25-Feb-18	205.800,00	45.700,41	251.500,41	2.059.400,00	Cancelado
25-May-18		41.548,40	41.548,40	2.059.400,00	Cancelado
25-Ago-18	205.800,00	41.548,40	247.348,40	1.853.600,00	Cancelado
25-Nov-18		37.396,38	37.396,38	1.853.600,00	Por Pagar
25-Feb-19	205.800,00	37.396,38	243.196,38	1.647.800,00	Por Pagar
25-May-19		33.244,37	33.244,37	1.647.800,00	Por Pagar
25-Ago-19	205.800,00	33.244,37	239.044,37	1.442.000,00	Por Pagar
25-Nov-19		29.092,35	29.092,35	1.442.000,00	Por Pagar
25-Feb-20	205.800,00	29.092,35	234.892,35	1.236.200,00	Por Pagar
25-May-20		24.940,34	24.940,34	1.236.200,00	Por Pagar
25-Ago-20	205.800,00	24.940,34	230.740,34	1.030.400,00	Por Pagar
25-Nov-20		20.788,32	20.788,32	1.030.400,00	Por Pagar
25-Feb-21	205.800,00	20.788,32	226.588,32	824.600,00	Por Pagar
25-May-21		16.636,31	16.636,31	824.600,00	Por Pagar
25-Ago-21	205.800,00	16.636,31	222.436,31	618.800,00	Por Pagar
25-Nov-21		12.484,29	12.484,29	618.800,00	Por Pagar
25-Feb-22	205.800,00	12.484,29	218.284,29	413.000,00	Por Pagar
25-May-22		8.332,28	8.332,28	413.000,00	Por Pagar
25-Ago-22	205.800,00	8.332,28	214.132,28	207.200,00	Por Pagar
25-Nov-22		4.180,26	4.180,26	207.200,00	Por Pagar
25-Feb-23	207.200,00	4.180,26	211.380,26	0,00	Por Pagar

Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL / Elaboración: PCR

Estructura Accionaria	
Corporación Empresarial S.A. CORPESA	99,98%
Gomez Calisto Juan Carlos (Hrdos)	0,02%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL / Elaboración: PCR

Cartera Comercial y Relacionadas (US\$)			
Periodo		sep-17	sep-18
<b>CARTERA X VENCER</b>		<b>6.542.868,96</b>	<b>7.643.774,28</b>
Vencida	VENC. 30 DIAS	2.171.148,34	1.681.533,17
	VENC 60 DIAS	382.878,64	469.572,42
	VENC. 90 DIAS	187.894,79	94.157,95
	VENC. +90-180 DIAS	315.492,75	164.528,47
	VENC.181 a 365 DIAS	84.266,73	371.181,12
	VENC.+365 DIAS	1.306.167,48	1.699.318,54
	VENC.+ 1825 DIAS	2.560,73	21.538,63
<b>Total Cartera Vencida</b>		<b>4.450.409,47</b>	<b>4.501.830,29</b>
<b>Morosidad</b>		<b>42,26%</b>	<b>38,52%</b>
Provisión cuentas Incobrables		-461.992,33	-459.263,00
<b>T. CARTERA</b>		<b>10.531.286,10</b>	<b>11.686.341,57</b>

Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL / Elaboración: PCR

Flujo de Efectivo (US\$ miles)			
Cuenta	sep-17	dic-17	sep-18
<b>Flujo de Efectivo de Actividades de Operación</b>			
Recibido de clientes	58.752	70.653	47.282
Pagado a proveedores y empleados	(57.174)	(70.326)	(47.950)
Otros ingresos (gastos), netos		(417)	
Impuestos por pagar		(1.456)	
<b>Efectivo neto proveniente de actividades de operación</b>	<b>1.578</b>	<b>(1.546)</b>	<b>(668)</b>
<b>Flujo de Efectivo de Actividades de Inversión</b>			
Adiciones a propiedad, planta y equipo, neto	(456)	(672)	(1.136)
Disminución en inversiones en acciones	(196)	(400)	
Activos financieros a valor razonable a través de pérdidas y ganancias		-76,388	
Inversiones en subsidiarias y afiliadas			
<b>Efectivo neto utilizado en actividades de inversión</b>	<b>(652)</b>	<b>(1.148)</b>	<b>(1.136)</b>
<b>Flujo de Efectivo de Actividades de Financiamiento</b>			
Obligaciones financieras	3.924	3.930	1.732
Emisión de obligaciones		-1.324	
<b>Efectivo neto proveniente de actividades de financiamiento</b>	<b>3.924</b>	<b>2.606</b>	<b>1.732</b>
Incremento durante el año	4.850	(88)	
Saldo al comienzo del año	2.868	1.825	2.857
<b>Saldo</b>	<b>7.718</b>	<b>1.738</b>	<b>2.785</b>

Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL / Elaboración: PCR

Anexo 9: Balance General y Estado de Resultado (US\$ Miles)							
Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL							
Estados Financieros Individuales	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sep-17	dic-17	sep-18
<b>Balance General</b>							
Efectivo e Inversiones	2.486	1.178	4.240	2.868	2.144	2.857	2.785
Cuentas por Cobrar	8.585	11.216	9.918	7.969	7.411	6.886	7.484
Inventarios	15.611	14.803	10.941	12.114	16.002	17.194	15.963
Cuentas por Cobrar Relacionadas	2.194	4.632	9.028	10.601	3.289	8.870	4.202
Otras Cuentas por Cobrar	2.416	12.387	5.515	3.646	8.500	5.001	10.983
<b>Activo Corriente</b>	<b>31.293</b>	<b>44.216</b>	<b>39.643</b>	<b>37.197</b>	<b>37.347</b>	<b>40.809</b>	<b>41.417</b>
Propiedades, maquinarias y equipos	16.157	18.117	19.463	19.743	18.161	22.767	22.638
Otros Activos	8.283	3.818	10.565	10.371	11.764	11.653	12.345
<b>Activo No Corriente</b>	<b>24.440</b>	<b>21.936</b>	<b>30.028</b>	<b>30.114</b>	<b>29.925</b>	<b>34.420</b>	<b>34.983</b>
<b>Activo Total</b>	<b>55.733</b>	<b>66.152</b>	<b>69.671</b>	<b>67.312</b>	<b>67.272</b>	<b>75.229</b>	<b>76.400</b>
Obligaciones Financieras	7.907	14.055	18.774	11.898	7.039	9.535	11.110
Cuentas por Pagar Comerciales	1.379	4.136	3.348	2.349	6.892	4.336	5.378
Préstamos con Compañías Relacionadas	402	365	288	1.289	-	61	-
Otros Pasivos	2.445	2.069	1.682	1.333	293	1.310	101
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>12.133</b>	<b>20.627</b>	<b>24.091</b>	<b>16.869</b>	<b>14.224</b>	<b>15.241</b>	<b>16.589</b>
Obligaciones Financieras	10.125	9.282	7.740	12.633	15.406	17.601	17.797
Otros Pasivos	1.112	969	2.128	2.398	2.659	2.890	3.060
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>11.237</b>	<b>10.251</b>	<b>9.868</b>	<b>15.031</b>	<b>18.065</b>	<b>20.492</b>	<b>20.857</b>
<b>Pasivo Total</b>	<b>23.370</b>	<b>30.878</b>	<b>33.958</b>	<b>31.899</b>	<b>32.289</b>	<b>35.733</b>	<b>37.446</b>
Capital Social	5.761	8.261	11.692	11.692	11.692	11.692	11.692
Aportes futura capitalización	-	1.260	-	-	-	-	-
Reservas	21.084	20.974	21.836	21.836	22.593	26.331	27.153
Resultados Acumulados	5.517	4.780	2.185	1.885	697	1.472	109
<b>Total Patrimonio</b>	<b>32.362</b>	<b>35.274</b>	<b>35.713</b>	<b>35.412</b>	<b>34.982</b>	<b>39.496</b>	<b>38.954</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>18.032</b>	<b>23.338</b>	<b>26.514</b>	<b>24.530</b>	<b>22.445</b>	<b>27.137</b>	<b>28.907</b>
Corto Plazo	7.907	14.055	18.774	11.898	7.039	9.535	11.110
Largo Plazo	10.125	9.282	7.740	12.633	15.406	17.601	17.797
<b>Estado de Ganancia y Pérdidas</b>							
Ingresos Operacionales	60.800	64.925	68.965	57.131	50.830	68.684	50.591
(-) Costos de ventas	46.504	52.347	57.733	48.764	44.196	60.184	44.327
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>14.297</b>	<b>12.579</b>	<b>11.232</b>	<b>8.368</b>	<b>6.634</b>	<b>8.500</b>	<b>6.264</b>
(-) Gastos operacionales	8.036	9.150	8.466	6.845	5.281	6.855	5.218
<b>Utilidad Operativa</b>	<b>6.261</b>	<b>3.429</b>	<b>2.766</b>	<b>1.523</b>	<b>1.353</b>	<b>1.645</b>	<b>1.046</b>
(-) Gastos Financieros	1.421	1.557	2.237	2.090	1.443	1.855	1.632
(+) Otros Ingresos y Gastos Netos	-357	526	544	1.194	93	404	595
<b>Resultado antes de Participaciones y c</b>	<b>4.483</b>	<b>2.397</b>	<b>1.074</b>	<b>626</b>	<b>3</b>	<b>193</b>	<b>9</b>
(-) Part. Trabajadores e impuestos	899	614	1.787	613	435	670	552
<b>Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio</b>	<b>3.585</b>	<b>1.784</b>	<b>-714</b>	<b>14</b>	<b>-432</b>	<b>-477</b>	<b>-543</b>
Otro Resultado Integral	46	135	-98	8	-	4.560	-
<b>Resultado Integral del Año</b>	<b>3.539</b>	<b>1.649</b>	<b>-812</b>	<b>22</b>	<b>-432</b>	<b>4.084</b>	<b>-543</b>

Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL / Elaboración: PCR

Anexo 10: Márgenes e Indicadores Financieros (US\$ Miles)							
Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL							
Estados Financieros Individuales	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	sep-17	dic-17	sep-18
<b>Márgenes</b>							
Costos de Venta / Ingresos	76,49%	80,63%	83,71%	85,35%	86,95%	87,62%	87,62%
Margen Bruto	23,51%	19,37%	16,29%	14,65%	13,05%	12,38%	12,38%
Gastos Operacionales / Ingresos	13,22%	14,09%	12,28%	11,98%	10,39%	9,98%	10,31%
Margen EBIT	10,30%	5,28%	4,01%	2,67%	2,66%	2,39%	2,07%
Gastos Financieros/Ingresos	2,34%	2,40%	3,24%	3,66%	2,84%	2,70%	3,23%
Margen Neto	5,90%	2,75%	-1,03%	0,02%	-0,85%	-0,69%	-1,07%
Margen EBITDA	12,01%	7,01%	5,84%	5,06%	4,65%	4,47%	4,21%
<b>EBITDA y Cobertura</b>							
Depreciación y Amortización	1.044	1.121	1.263	1.368	1.009	1.426	1.082
EBITDA (12 meses)	7.304	4.550	4.029	2.891	3.149	3.071	2.838
EBITDA (acumulado)	7.304	4.550	4.029	2.891	2.361	3.071	2.128
EBITDA (12 meses) / Gastos Financieros (1	5,14	2,92	1,80	1,38	1,64	1,65	1,30
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera Cor	0,92	0,32	0,21	0,24	0,45	0,32	0,26
EBITDA (12 meses) / Deuda Financiera	0,41	0,19	0,15	0,12	0,14	0,11	0,10
EBITDA (12 meses) / Pasivo total	0,31	0,15	0,12	0,09	0,10	0,09	0,08
<b>Solvencia</b>							
Pasivo Corriente / Pasivo Total	0,52	0,67	0,71	0,53	0,44	0,43	0,44
Pasivo No Corriente / Pasivo Total	0,48	0,33	0,29	0,47	0,56	0,57	0,56
Deuda Financiera / Patrimonio	0,56	0,66	0,74	0,69	0,64	0,69	0,74
Deuda Financiera / Pasivo Total	0,77	0,76	0,78	0,77	0,70	0,76	0,77
Pasivo Total / Capital Social	4,06	3,74	2,90	2,73	2,76	3,06	3,20
Pasivo Total / Patrimonio	0,72	0,88	0,95	0,90	0,92	0,90	0,96
Deuda Financiera / EBITDA (12 meses)	2,47	5,13	6,58	8,49	7,13	8,84	10,19
Deuda de Corto Plazo / Deuda Total	0,44	0,60	0,71	0,49	0,31	0,35	0,38
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	3,20	6,79	8,43	11,04	10,26	11,64	13,20
<b>Rentabilidad</b>							
ROA (12 meses)	6,43%	2,70%	-1,02%	0,02%	-0,86%	-0,63%	-0,95%
ROE (12 meses)	11,08%	5,06%	-2,00%	0,04%	-1,65%	-1,21%	-1,86%
<b>Liquidez</b>							
Liquidez General	2,58	2,14	1,65	2,21	2,63	2,68	2,50
Prueba Acida	1,29	1,43	1,19	1,49	1,50	1,55	1,53
Flujo de efectivo/ Deuda de Corto Plazo	0,31	0,04	0,11	0,38	1,10	0,18	0,25
Capital de Trabajo	19.159	23.589	15.552	20.329	23.123	25.567	24.828
<b>Rotación</b>							
Días de Cuentas por Cobrar Comerciales	50,83	62,19	51,77	50,22	39,37	36,09	53,25
Días de Cuentas por Pagar Comerciales	10,68	28,45	20,87	17,34	42,10	25,93	43,68
Días de Inventarios	120,85	101,80	68,22	89,43	97,76	102,85	129,64
Ciclo de Conversión de Efectivo	161,01	135,55	99,12	122,31	95,02	113,01	139,22
<b>Flujo de Efectivo</b>							
Flujo Operativo	2.382	(5.188)	1.574	3.497	1.578	(1.546)	(668)
Flujo de Inversión	(4.015)	(3.275)	(2.404)	(356)	(652)	(1.148)	(1.136)
Flujo de Financiamiento	2.855	6.569	2.254	(1.538)	3.924	2.606	1.732
Saldo al inicio del período	1.264	2.486	592	2.868	2.868	1.825	2.857
Saldo al final del período	2.486	592	2.016	4.472	7.718	1.738	2.785

Fuente: Corporación Ecuatoriana de Aluminio S.A. CEDAL / Elaboración: PCR

Atentamente,



Econ. Santiago Coello  
Gerente General



Econ. Karla Torres  
Analista